

**Rolf Kuhn**

Avocat, lic. en droit, LL.M.,
Lutz Rechtsanwälte, Zurich
www.lawyerlutz.ch

Fonds de placement et produits structurés

Questions actuelles en rapport avec les indemnités liées aux activités de distribution et les conflits d'intérêts.

1. Introduction

Le marché suisse des fonds revêt une grande importance pour le domaine des services financiers. En avril 2008, celui-ci affichait un volume de 525 milliards de francs.² La vente de produits structurés constitue, elle aussi, un facteur substantiel de création de valeur dans l'industrie financière. En 2007, des produits structurés ont été émis pour une valeur de 45 milliards de francs.³ Divers acteurs participent aux recettes générées par la vente de parts de fonds ou de produits structurés. Ils exercent en partie une double fonction ou entretiennent des rapports divers avec d'autres acteurs et investisseurs, ce qui peut mener à des conflits d'intérêts.

1.1 Placement de valeurs patrimoniales

Le placement de valeurs patrimoniales correspond, en règle générale, au modèle suivant: l'investisseur se fait d'abord une idée du marché financier ainsi que des développements à escompter. Il prend ensuite une décision de placement, compte tenu de sa situation, de ses besoins et conformément à ses préférences. Cette déci-

sion est mise en œuvre par l'acquisition d'instruments financiers. Les titres achetés sont gardés, jusqu'à la vente, auprès d'un office de dépôt.⁴

Depuis qu'en 2006 le Tribunal fédéral a statué qu'un gérant de fortune indépendant doit restituer à ses clients les rétrocessions perçues, ce sujet occupe la branche des services financiers. Dans ce contexte, c'est en particulier la question du traitement des indemnités liées aux activités de distribution et des conflits d'intérêts qui est discutée de façon controversée. La Commission fédérale des banques a récemment débattu cette thématique dans un document défini de discussion.¹ Le présent article est consacré à la problématique des conflits d'intérêts et à des esquisses de solutions.

Cette manière de procéder se subdivise en différentes démarches, que l'investisseur peut soit entreprendre lui-même, soit déléguer à un tiers.

1.2 Délégation de certaines démarches par l'investisseur à des prestataires de services

L'investisseur peut externaliser les diverses démarches en relation avec le procédé esquissé, soit individuellement, soit intégralement, à un tiers. S'il conclut un contrat de gestion de fortune, il les délègue dans leur ensemble à un tiers; autrement dit, le gérant de fortune effectue des recherches, choisit des produits en conformité avec la stratégie de placement convenue et procède à des achats et à des ventes. Dans le conseil en investissement, l'investisseur se fait conseiller par un tiers. La décision quant à la question de savoir quel instrument de placement sera alors acheté est prise par l'investisseur lui-même.

En règle générale, la transmission de telles tâches par l'investisseur à un tiers a lieu par le biais d'un mandat, dans le cadre duquel le mandataire est dédommagé par le mandant.

Il est dans la nature des choses que la conclusion d'un tel mandat mène à un premier conflit d'intérêts: l'investisseur est intéressé par une prestation de service si possible avantageuse, tandis que l'intérêt du prestataire de services

réside dans une rétribution si possible élevée.⁵ L'investisseur peut cependant reconnaître un conflit d'intérêts de ce genre, raison pour laquelle il peut, au besoin, tirer des conséquences afférentes.

La question devient plus problématique lorsque l'investisseur délègue l'une des démarches citées à un prestataire de services, et que ce dernier est alors non seulement rétribué par l'investisseur, mais reçoit d'un tiers encore d'autres deniers, par exemple des rétrocessions, des «Finder's Fees», des provisions ou des indemnités liées aux activités de distribution, alors que l'investisseur n'en a aucune connaissance et n'est pas en mesure de se rendre compte de la situation spécifique des intérêts du prestataire de services. La perception de telles indemnités versées par des tiers, qui ont une relation plus ou moins ferme avec le mandat conféré, est répandue dans la branche financière. Plus le rapport avec le mandat est étroit, plus le danger de conflits d'intérêts s'accroîtra généralement. La problématique s'aggrave lorsque l'investisseur n'a pas connaissance d'indemnités de cette nature.

1.3 Indemnités que le mandataire reçoit de tiers

Les prestations de services de conseil et de gestion de fortune sont fournies par des administrateurs de patrimoine indépendants ou des banques sur la base d'une relation contractuelle existant avec l'investisseur. Ces prestataires de services ont en même temps d'autres liens avec d'autres acteurs issus de l'industrie de la finance: ainsi, les banques et les gérants de fortune entrent sur scène en tant que distributeurs de produits structurés ou de fonds de placement, et entretiennent des relations d'affaires avec les directions de fonds et les émetteurs. Dans le cadre de ces rapports commerciaux, ils reçoivent des indemnités. Sur le marché des fonds, c'est un montant de quelque 3,1 milliards de francs qui est payé à titre de rémunérations de distribution à des partenaires de distribution.⁶ Dans le secteur des produits structurés, il est difficile de déterminer les rémunérations versées. En 2007, ce sont des produits structurés d'une valeur de 45 milliards de francs qui ont été émis. De ce montant, les distributeurs reçoivent environ 50 points de base à titre de rémunération de distribution, ce qui correspond à quelque 225 millions de francs.⁷

Ces indemnités versées aux distributeurs peuvent représenter, pour les prestataires de services, une incitation à donner la priorité à leurs propres intérêts en termes de bénéfices par rapport à ceux de l'investisseur.

1.4 Eventuels conflits d'intérêts

Les conflits d'intérêts susceptibles de résulter de ces implications réciproques sont de nature variée: si le distributeur reçoit une indemnité du producteur pour chaque produit qu'il vend, il a un intérêt à vendre autant de produits que possible. En relation avec les produits structurés et les fonds de placement, l'initiative pour l'achat et/ou la vente d'un produit émanera fréquemment du producteur et/ou du distributeur.⁸ Par conséquent, un danger qu'un tel modèle d'indemnisation comporte consiste dans le fait qu'un distributeur offre à des investisseurs uniquement l'achat des produits déterminés et/ou force la vente d'autres produits. Cela peut mener à ce que des produits soient «proposés» à un investisseur, alors que celui-ci n'est pas à même d'apprécier leurs risques. Un autre effet peut se manifester dans le fait que seul l'achat d'un choix «restreint» de produits est recommandé à l'égard de l'investisseur, notamment des produits qui rapportent des indemnités au distributeur, si bien que l'offrant achètera, suivant les circonstances, un produit générant moins de recettes qu'un «produit concurrent».

Un autre effet pouvant aller de pair avec de tels modèles d'incitations est le «churning»: le distributeur – qui agit simultanément en qualité de gérant de fortune de l'investisseur – modifie si possible souvent l'état du dépôt afin d'accroître ainsi l'indemnité lui parvenant de la part d'un tiers. Un effet indésirable peut aussi surgir lorsque le gérant de fortune obtient une indemnité parce qu'il garde si possible longtemps en dépôt des produits déterminés. Il existe alors le danger que des valeurs en dépôt ne soient pas écoulées en dû temps, si bien que l'investisseur subit une perte.

2. Impacts des conflits d'intérêts

Il est douteux que de tels conflits d'intérêts potentiels aient, dans la pratique, effectivement (toujours) des répercussions négatives pour l'investisseur et aboutissent aux effets indésirables décrits; de plus, il est difficile de les constater. Le fait que le prestataire de services reçoit des indemnités de la part de tiers peut aussi déployer des effets positifs pour l'investisseur. A la distribution de produits de placement sont liés des frais qui – si le prestataire de services n'obtient pas d'indemnité de la part du tiers – seraient sans doute mis à la charge de l'investisseur. Si cette répercussion des coûts s'effectuait dans le cadre d'un modèle statique (par exemple, en percevant une commission fixe de restitution et d'émission plus élevée à la charge de l'investisseur), une répercussion de cette nature pourrait se révéler disproportionnée, d'autant plus que d'éventuels

effets de synergie n'auraient aucun impact sur une commission fixée de façon statique. Celle-ci aurait toujours le même montant. En soi, la vente d'un grand nombre de produits devrait cependant entraîner des frais moindres pour l'investisseur individuel, car les coûts seraient répartis sur un plus grand nombre d'investisseurs. Dans le cadre d'une répercussion statique des frais, l'investisseur ne peut dès lors tirer aucun profit de tels effets de synergie et le distributeur générerait en fin de compte une recette supplémentaire. En outre, les indemnités de distribution recouvrent également, jusqu'à un certain degré, des prestations que les distributeurs fournissent envers la direction du fonds ou le producteur. Si le distributeur n'était pas à la disposition de la direction du fonds et/ou du producteur, ces derniers devraient fournir eux-mêmes ces prestations, ce qui mène, suivant les circonstances, à des frais plus importants qui, à leur tour, seraient répercutés sur l'investisseur. Dans cette étendue, des indemnités de ce genre, versées par des tiers à un distributeur, peuvent tout à fait entraîner une «réduction» des coûts pour l'investisseur.

Dans la pratique, il ne devrait guère être possible de mesurer les répercussions négatives d'un conflit d'intérêts. Le seul fait qu'un distributeur reçoit une indemnité lorsqu'il vend un produit déterminé ne déploie encore pas d'effets négatifs pour l'investisseur. Ceux-ci n'interviendraient que si des produits affectés de risques plus élevés ou de perspectives de rendement plus modestes que pour d'autres produits sont vendus à l'investisseur. Si un distributeur recommande l'achat d'un produit défini pour la vente duquel il obtient une indemnité d'un tiers, et que ce produit se développe, par rapport à des produits similaires, de la même manière, voire plus avantageusement, il n'en résulte aucun inconvénient pour l'investisseur. Dans l'hypothèse d'une performance insuffisante ou moindre d'un produit déterminé, il y aurait lieu de tirer au clair, au surplus, à quelles circonstances il y a lieu d'attribuer le défaut de performance et si celles-ci pouvaient être envisagées par le distributeur ou non. En outre, le fait qu'un distributeur obtient, pour la vente d'un produit déterminé, une indemnité de la part d'un tiers, ne peut avoir d'impacts négatifs lorsque l'investisseur met en œuvre indépendamment toutes les démarches exposées au début du présent article (recherche, sélection, achat), par exemple par l'intermédiaire de l'«Online Banking».

La question de savoir si des conflits d'intérêts survenant en relation avec des indemnités liées aux activités de distribution ont des répercussions négatives pour l'investisseur dépend donc de différents facteurs, notamment aussi de

l'aménagement du rapport entre l'investisseur et le distributeur. Il convient de distinguer les constellations suivantes:

2.1 Relation «Execution Only»

S'il existe entre une banque, active simultanément en tant que distributrice, et un investisseur uniquement un «simple» contrat de tenue de compte/dépôt, il est douteux que des intérêts réciproques puissent effectivement avoir des impacts négatifs. Si un investisseur, de manière indépendante, évalue des produits financiers, prend des décisions de placement et achète des produits financiers, les éventuels intérêts propres de la banque au maintien d'indemnités liées à des activités de distribution ne revêtent, en soi, aucune importance. La tâche de la banque consiste uniquement à exécuter un ordre concret de vente ou d'achat. La banque ne dispose, à cet égard, d'aucune marge d'appréciation. Si la banque reçoit alors encore une rétribution – quasiment au titre d'un effet secondaire – de la part d'un tiers, par exemple de la société de fonds dont l'investisseur acquiert les parts de fonds, cette circonstance ne peut avoir des répercussions négatives pour l'investisseur. On pourrait seulement se demander si l'émolument de transaction perçu par la banque est justifié au cas où cette dernière obtient encore, en sus dudit émolument, une autre indemnité d'un tiers sur la base de la transaction.⁹ Cependant, d'un point de vue fondamental, la banque ne doit pas sauvegarder les intérêts de l'investisseur en relation avec le choix et l'achat d'un produit déterminé (abstraction faite de l'exécution correcte de l'ordre), d'autant plus que l'investisseur entreprend toutes les démarches sous sa responsabilité propre.

2.2 Conseil en investissement

La constellation, dans laquelle un investisseur entretient avec une banque un contrat de tenue de compte/dépôt et se fait conseiller par celle-ci antérieurement à la décision de placement ou informer sur des produits de placement, et prend ensuite – sur la base de ce conseil ou de cette information – une décision de placement sous sa responsabilité propre, se révèle plus délicate. De telles constellations peuvent donner lieu à des conflits au plan des objectifs, notamment lorsque la banque recommande à l'investisseur, par exemple, uniquement des produits pour la vente desquels celle-ci reçoit d'un tiers une indemnité. Des conflits de cette nature peuvent survenir dans ce cas lorsqu'un placement recommandé ne répond aux besoins de l'investisseur.¹⁰

Il est difficile de définir la limite pour savoir quand un tel conflit d'intérêts peut se répercuter négativement pour un investisseur. Si ce dernier demande à la banque uniquement des

informations sur des produits, il est douteux que l'investisseur subisse un préjudice s'il se décide à acheter les produits recommandés, bien que ceux-ci ne répondent pas de façon optimale à ses besoins de placement. Ainsi, par exemple, si des produits structurés d'un émetteur déterminé sont recommandés à l'investisseur, que ce dernier opte pour un achat de ces produits et que l'émetteur devient ultérieurement insolvable, le produit recommandé se révèle alors non conforme aux besoins de l'investisseur. Si la banque ayant recommandé le produit avait obtenu une indemnité de l'émetteur pour la vente, il ne peut en être conclu impérativement qu'il se présentait un conflit d'intérêts assorti d'impacts à la charge de l'investisseur. Ce dernier a pris sa décision d'achat du produit en toute indépendance et devait être conscient de l'existence d'un risque afférent. La brochure «Risques particuliers dans le commerce de titres»,¹¹ remise automatiquement aux investisseurs, mentionne le risque de l'émetteur en tant que risque particulier. Il en irait probablement autrement si l'investisseur a sollicité, auprès de la banque, non seulement une recommandation ou une information, mais aussi un conseil plus approfondi, comprenant également une appréciation de la question de savoir si le produit répond aux besoins de placement de l'investisseur, dans quelle étendue des produits doivent être achetés (diversification du dépôt) et de quelle manière le risque de l'émetteur est à évaluer. Dans un tel cas, la relation contractuelle entre la banque et l'investisseur s'élargit et équivaut à un contrat de conseil proprement dit. Comme l'a retenu le Tribunal fédéral dans son arrêt 4C.68/2007 du 13 juin 2008, un conseiller ou un courtier en placements, devenant actif en considération de la gestion de fortune ou dans son cadre, est assujéti, outre à un devoir de renseigner, également à une obligation de conseiller et de mettre en garde, dont la racine commune se trouve dans l'obligation de diligence et de fidélité du droit du mandat (art. 398 al. 2 CO). Le client doit être informé quant aux risques des investissements envisagés, au besoin conseillé objectivement en ce qui concerne les diverses

possibilités de placement et mis en garde contre des décisions précipitées, ces devoirs étant déterminés, au plan de leur contenu, d'une part par l'état des connaissances du client et, d'autre part, par le genre d'opération de placement en question. A cet égard, il incombe au mandataire, notamment, de s'informer également en questionnant le client sur l'état de ses connaissances et sa disponibilité à assumer des risques. Par conséquent, une banque est soumise à une obligation de fidélité et doit sauvegarder les intérêts de l'investisseur. Ce devoir de sauvegarder les intérêts peut aller à l'encontre des propres intérêts en termes de bénéfices, donc mener à un conflit d'intérêts susceptible d'avoir des répercussions au détriment de l'investisseur. Ce champ de tension peut dès lors générer des conflits au plan des objectifs, lesquels peuvent aboutir à des conséquences négatives pour l'investisseur.

2.3 Gestion de fortune

Si un investisseur a délégué à un tiers l'ensemble des démarches en relation avec l'administration de son patrimoine, le danger d'impacts négatifs d'un conflit d'intérêts continue à s'accroître. Dans un tel cas, le gérant de fortune prend les décisions nécessaires pour le client, et doit surveiller l'état du dépôt et réagir à d'éventuelles mutations du marché. Lorsque le gérant de fortune reçoit d'un tiers des indemnités en relation avec l'achat d'un produit déterminé, il existe le danger que des intérêts propres puissent influencer la décision quant à savoir dans quel placement il convient d'investir. Si, en outre, il obtient d'un tiers une indemnité pour la détention du placement dans le dépôt de l'investisseur, il se présente le danger que le gérant de fortune se laisse guider par ses intérêts propres lors de la décision de vendre une valeur de placement ou de ne pas (encore) la vendre.

3. Esquisses de solutions

3.1 Transparence

Pour diminuer le danger de conflits d'intérêts, la création de transparence représente un premier élément efficient. Une **transparence supplémentaire concernant les coûts et les indemnités liées aux activités de distribution** entre les différents acteurs, d'une part, et les investisseurs, d'autre part, permettrait à ces derniers de reconnaître des situations de conflits d'intérêts correspondantes. L'investisseur peut alors tirer les conséquences afférentes et prendre d'éventuelles mesures. La révélation de telles structures de coûts et d'indemnités doit être conçue dans une étendue

large si elle doit servir à réduire des répercussions négatives de conflits au plan des objectifs. Des déclarations, formulées de façon incompréhensible et générale avec des modèles complexes d'indemnisation ne sont dès lors pas utiles.

3.2 Organisation

Des mesures de nature organisationnelle peuvent aussi servir à inhiber des impacts indésirables de conflits d'intérêts. Ainsi, par exemple, si une banque reçoit, en relation avec la distribution de produits/fonds de placement déterminés, une indemnité de la part d'un tiers, il ne peut en résulter des répercussions problématiques que si la personne avec laquelle l'investisseur entre en contact sait que son employeur obtient, suivant les circonstances, une indemnité lorsqu'un produit déterminé peut être vendu à l'investisseur. Cependant, si cette personne – en règle générale le conseiller à la clientèle compétent pour l'investisseur – ignore pour quels produits son employeur – la banque – est distributeur et si des indemnités échoient, il est veillé à ce que la gestion de fortune et le conseil en investissement ne soient pas influencés et s'orientent (principalement) sur les intérêts de l'investisseur. Dans ce contexte, il convient de mentionner que les systèmes de rétribution et de bonus peuvent également représenter une possibilité de réguler des conflits d'intérêts. Si la rétribution du conseiller à la clientèle dépend, par exemple, de ce qu'il vend un nombre si possible élevé de produits déterminés, cela peut mener, dans le rapport entre l'investisseur et le conseiller à la clientèle, à des effets susceptibles d'influencer la qualité du conseil à la charge de l'investisseur.

3.3 Restitution

3.3.1 Art. 400 al. 1^{er} CO en tant que norme régulatrice

Un autre élément pour la régulation de conflits d'intérêts se trouve dans le code des obligations. Selon l'art. 400 al. 1^{er} CO, le mandataire doit restituer au mandant tout ce qui lui est revenu du fait de sa gestion. Le point décisif est la relation intérieure entre le mandat et ce qui a été alloué. L'existence d'un tel rapport se confirme s'il existe le danger que le mandataire puisse se voir obligé, en raison de l'allocation, de ne pas suffisamment tenir compte des intérêts du mandant.¹² Cette disposition tente ainsi d'empêcher des conflits d'intérêts en statuant une obligation de délivrance: si le mandataire est conscient de ce qu'il doit de toute manière délivrer au mandant tout ce qu'il reçoit d'un tiers en relation avec l'exécution d'un mandat, on supprime de la part du mandataire l'incitation à s'adonner à d'autres intérêts que ceux du mandant.

Dans l'ATF 132 III 460, le Tribunal fédéral a constaté que l'obligation de restitution stipulée à l'art. 400 al. 1^{er} CO s'applique aussi en ce qui concerne la rétrocession que perçoit un gérant de fortune indépendant. Abstraction faite d'éventuels honoraires, le mandataire ne doit faire ni un gain, ni une perte par le mandat; il doit donc restituer toutes les valeurs patrimoniales qui sont en relation intrinsèque avec l'exécution du mandat. Il ne peut garder que ce qu'il reçoit de tiers à l'occasion de l'exécution du mandat, sans rapport intrinsèque avec le mandat qui lui est conféré.

3.3.2 Restitution d'indemnités liées aux activités de distribution

La doctrine nourrit une controverse sur la question de savoir si l'obligation de restitution, respectivement la conception juridique exprimée dans l'ATF 132 III 460, doit également être appliquée aux indemnités liées aux activités de distribution.¹³ Il y a lieu de retenir, fondamentalement, qu'il ne se manifeste pas directement pourquoi le cas d'une banque, laquelle assume la gestion de fortune pour un investisseur et perçoit de tiers des indemnités en relation avec l'exécution de transactions pour l'investisseur, doit être traité différemment de la constellation d'un gérant de fortune indépendant. Dans les deux hypothèses, l'obtention d'une indemnité est déclenchée par une transaction et, dans les deux cas, l'indemnité est propre à influencer la décision de placement. Dans les deux éventualités, on génère une même incitation susceptible de mener à un conflit d'intérêts. Il est exact qu'une banque reçoit également cette indemnité, par exemple parce qu'elle décharge une direction de fonds d'un travail en relation avec la distribution et que l'indemnité parvenant à la banque couvre dès lors (également) des dépenses que celle-ci encourt. Tel est cependant aussi le cas pour le gérant de fortune indépendant, lequel décharge la banque de dépenses tant au plan de l'administration que de l'assistance, raison pour laquelle les rétrocessions reçues

couvrent (également) de telles dépenses du gérant de fortune.

Toutefois, l'application de l'art. 400 al. 1^{er} CO aux indemnités liées aux activités de distribution se révèle problématique aussi pour un autre motif: l'art. 400 al. 1^{er} CO n'est applicable que si le droit du mandat est applicable au rapport entre l'investisseur et la banque (qui agit à titre de distributrice) et qu'il existe une relation interne entre l'exécution du mandat et ce qui est alloué. Tel n'est pas le cas pour les investisseurs qui entretiennent uniquement un rapport «Execution Only» avec la banque. Cette relation juridique (n'est) (pas) soumise (seulement) aux règles du droit du mandat; en outre, il ne se présente, à défaut de conflit d'intérêts, aucune relation interne (suffisante) entre le mandat et l'obtention de l'indemnité. En ce qui concerne les investisseurs qui se font informer ou conseiller occasionnellement, il serait douteux qu'il existe, dans le cas concret, un rapport de mandat et qu'il faille admettre l'existence d'une relation interne. C'est uniquement dans le cas où un investisseur entretient avec une banque un contrat de gestion de fortune que l'existence de l'obligation de restitution devrait être admise sans équivoque. De tels investisseurs pourraient alors exiger les indemnités liées aux activités de distribution.

Cependant, cela mènerait à une inégalité de traitement des investisseurs, d'autant plus que seules certaines catégories d'investisseurs pourraient exiger les indemnités liées aux activités de distribution, alors que d'autres ne le peuvent pas. Vu que ces indemnités – à tout le moins dans le domaine de la distribution de fonds de placement – sont versées à la charge du patrimoine du fonds, certaines catégories d'investisseurs participent audit patrimoine dans une étendue qui ne correspond pas à leur participation. Ils bénéficient de distributions additionnelles provenant du placement collectif.

Encore sous l'ancien régime de la loi sur les fonds de placement, la Commission fédérale des banques relevait, dans le rapport annuel 2003, que le versement de rétrocessions de la commission de gestion à des distributeurs n'est licite que si le règlement du fonds le prévoit.¹⁴ Il ne serait toutefois conciliable ni avec la maxime de l'égalité de traitement de la loi sur les fonds de placement selon l'art. 12 aLFP, ni avec les règles de comportement pour le secteur suisse des fonds, si certains grands investisseurs ou groupes d'investisseurs sans statut de distributeurs font l'objet d'un traitement préférentiel par des conventions individuelles.¹⁵

Partant, si l'on tentait de résoudre la problématique de conflits d'intérêts à l'aide de la norme régulatrice contenue dans l'art. 400 al. 1^{er} CO une inégalité de traitement indési-

nable d'investisseurs pourrait survenir, ce qui serait choquant dans la mesure où ce sont précisément les investisseurs causant le moins de coûts qui seraient désavantagés, car ils procèdent, dans une large mesure de façon indépendante, à l'administration de leur patrimoine dans le cadre d'une relation «Execution Only». Dans la doctrine, il existe cependant aussi des voix qui accordent une prétention de restitution également aux investisseurs qui entretiennent uniquement une relation «Execution Only».¹⁶ Toutefois, même si l'on suit cette opinion, une inégalité de traitement des investisseurs ne serait pas exclue: tendanciellement, les investisseurs qui ont déposé leurs valeurs patrimoniales auprès d'une grande banque recevraient des rétrocessions plus élevées, car les grandes banques peuvent négocier, en règle générale, des indemnités liées aux activités de distribution d'un montant supérieur, en raison de leur position sur le marché.¹⁷

3.4 Interdiction

Une solution radicale pour empêcher les conflits d'intérêts survenant en relation avec le versement d'indemnités liées aux activités de distribution consisterait à interdire leur paiement et leur réception. Toutefois, cela mènerait également à ce que des prestations qu'un distributeur fournit uniquement au bénéficiaire d'une direction de fonds ou envers un émetteur ne seraient plus rémunérées. La conséquence probable en serait que de tels coûts seront alors aussi répercutés sur l'investisseur, en ajoutant ces dépenses du distributeur à la commission de transaction et/ou d'émission et de rachat. De plus, une interdiction de ce genre ne s'appliquerait pas en ce qui concerne des systèmes d'incitations «intérieures», notamment pas pour ce qui est de conflits d'intérêts résultant du fait que, par exemple, un conseiller à la clientèle

est motivé par un système salarial pour suivre une approche «pushing» et se laisse guider, à cet égard, par des intérêts propres en termes de bénéfice et moins par ceux du client.

4. Résumé

Il convient de retenir, en résumé, que le versement d'indemnités liées aux activités de distribution peut mener à des conflits d'objectifs et d'intérêts. En vue d'empêcher les répercussions négatives de tels conflits, les indemnités que reçoivent les distributeurs devraient être rendues transparentes. La transparence permet à l'investisseur de reconnaître des conflits d'intérêts. L'investisseur «mature» peut alors lui-même tirer les conséquences afférentes et/ou prendre les mesures qui lui paraissent nécessaires. Des dispositions prises au plan organisationnel sont également à même de réduire des conflits d'intérêts, mais ne peuvent être mises en œuvre que si le distributeur présente une certaine taille permettant une répartition du travail en interne. Cependant, de telles précautions peuvent revêtir une grande importance, spécialement dans les entreprises de taille majeure, en relation avec des structures d'indemnisation intérieures. Dans le domaine des fonds de placement, la norme régulatrice de l'art. 400 al. 1^{er} CO n'a qu'une utilité restreinte, car des effets subséquents indésirables peuvent survenir. Une interdiction du versement et/ou de la réception d'indemnités liées aux activités de distribution apparaît comme disproportionnée. ■

¹ COMMISSION FÉDÉRALE DES BANQUES, Systèmes d'incitation et conflits d'intérêts lors de la distribution de produits financiers. Document de discussion de la Commission fédérale des banques, août 2008, disponible sous <<http://www.ebk.admin.ch/f/regulier/konsultation/bericht-vertriebsverguetungen-20081002-f.pdf>>, dernier examen en date du 17 décembre 2008; ci-après «Rapport CFB».

² Cf. Rapport CFB, p. 74 avec renvois.

³ Cf. Rapport CFB, p. 74 avec renvois.

⁴ Cf. Rapport CFB, p. 24.

⁵ Cf. Rapport CFB, p. 25.

⁶ Cf. Rapport CFB, p. 74.

⁷ Cf. Rapport CFB, p. 74.

⁸ Cf. Rapport CFB, p. 72.

⁹ Dans la doctrine, on défend en partie l'opinion qu'une telle rétribution «supplémentaire» doit être acquittée à l'investisseur, pour motif que l'art. 400, al. 1^{er}, CO établit une obligation de restitution qui ne s'applique pas uniquement en présence d'un conflit d'intérêts. La disposition citée revêtirait aussi le caractère d'une norme d'attribution; cf. à ce propos SUSAN EMMENEGGER, *Anlagekosten: Retrozessionen im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung*, dans: EMMENEGGER, *Anlagerecht*, Bâle 2007, p. 71 s.

¹⁰ Cf. Rapport CFB, p. 31 s.

¹¹ Cf. ASSOCIATION SUISSE DES BANQUIERS, Risques particuliers dans le commerce de titres, disponible sous <http://www.swissbanking.org/113_f.pdf>, dernier accès en date du 17 décembre 2008.

¹² FELLMANN, WALTER, *Berner Kommentar VI/2/4, N 128 ad art. 400 CO*.

¹³ Depuis le prononcé de l'arrêt du Tribunal fédéral, de nombreuses publications ont paru sur ce thème, dont les suivantes peuvent fournir une vue d'ensemble sur l'état de la discussion: NOBEL, PETER/STIRNIMANN, ISABEL, *Zur Behandlung von Entschädigungen im Vertrieb von Anlagefonds und strukturierten Produkten durch Banken*, dans: RSDA 5/2007; ABEGGLEN, SANDRO, «Retrozession» ist nicht gleich «Retrozession», dans RSDA 2/2007, p. 128 ss.; cf. SCHMID, FABIAN, *Retrozessionen und Anlagefonds*, dans: *Jusletter* du 21 mai 2007, ch. marg. 51; EMMENEGGER, SUSAN, *Anlagekosten: Retrozession im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung*, dans: EMMENEGGER, SUSAN (éd.), *Anlagerecht*, Bâle 2007; P. HSU, *Retrozessionen, Provisionen und Finder's Fees*, in: *Revue de droit suisse, supplément RDS 45* (2006); M. NÄNNI et H. C. VON DER CRONE, *Rückvergütungen im Recht der unabhängigen Vermögensverwaltung*, ATF du 22 mars 2006 (4C.432/2005), ATF 132 III 460, en la cause *Fondation U.* (demanderesse et recourante) contre A. (défendeur et intimé), RSDA 2006, p. 383.

¹⁴ Cf. COMMISSION FÉDÉRALE DES BANQUES, *Rapport de gestion 2003*, p. 87, <www.ebk.admin.ch/f/publik/bericht/index.html>, dernier examen en date du 1^{er} octobre 2008.

¹⁵ Idem.

¹⁶ Cf. à ce propos SUSAN EMMENEGGER, *Anlagekosten: Retrozessionen im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung*, dans: Emmenegger, *Anlagerecht*, Bâle 2007, p. 71 s.

¹⁷ Rapport CFB, p. 65.